

## 国内周期触底反弹，海外&新产品贡献增量收入

2024年06月01日

► **工程机械近万亿市场，国产龙头加速渗透。**全球工程机械行业的22年销售额维持较高增速，达到8710.9亿元。从价值量来看，工程机械价值量最大的品类是挖掘机，占工程机械市场空间接近30%。从下游来看，基建（45%）、地产（20%）、矿山（20%）是工程机械主要下游。当下，全球工程机械市场份额掌握在外资龙头手中，全球龙头为卡特跟小松，22年全球份额分别为16.3%、10.7%，而我国企业市场份额也在快速提升，三一、中联、徐工合计份额从2016年的8.7%提升至2022年的13.9%。其中，徐工机械全球份额自16年3.7%提升至22年的5.8%，已跻身全球前三。

► **工程机械国内预计24年筑底。需求端：万亿国债助力基建投资持续景气，**24年2月1万亿元增发国债资金已落实到约1.5万个具体项目，将于今年6月底前开工建设，有望助力基建投资持续景气。2024年1-4月基础设施建设投资完成额约5.6万亿元，同比增长7.78%，维持较高增速。不同于长期投向交通运输领域的基础设施，1万亿增发国债中，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，超过2000亿元用于京津冀等地的灾后重建，预计24年的基础设施建设投资的增速将升至8%左右。**自然更新：**根据我们测算，23年国内挖掘机报废量13.49万台，较当年实际销量已超出4.2万台左右。而且挖掘机报废量现已处于相对底部区间，预计24年、27年挖掘机报废量分别为12.85万台与13.91万台。**设备更新政策：**新一轮大规模设备更新有望促进工程机械设备更新换代，推动老旧“国一”、“国二”机型出清。根据工程机械杂志相关发文，预计有70%-80%的老旧设备将被淘汰出清，20%-30%的老旧设备会产生以旧换新的需求。假设25%的老旧设备会产生以旧换新的需求，将带来挖掘机、装载机、叉车、压路机更新需求分别为9.7、9.1、18.9、0.9万台的更新需求，占2023年国内实际销量的104.1%、159.4%、24.3%、132.0%。

► **“横向拓展&产品出海”，贡献增量收入。**公司高机、矿机等新兴业务进展顺利，海外收入持续提升。23年公司高机全球排名前三，实现营收88.83亿元，yoy+35.62%。矿山露天挖运设备保持全球第五，矿机业务实现营业收入约42.36亿元，yoy+14.18%。23年公司海外销售收入达372.20亿元，yoy+33.71%，海外收入占比达40.09%，但从全球来看，公司22年全球份额仅5.8%仍有较大成长空间。

► **投资建议：**考虑到国内行业周期见底，公司新兴业务进展顺利，海外收入持续增长，盈利能力有所改善，预计公司2024-2026年归母净利润分别是64.97/81.80/106.49亿元，对应估值分别是13x/10x/8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业需求低于预期的风险，海外渗透率提升不及预期的风险，汇率波动的风险，政策推进不及预期的风险，新兴业务进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	92,848	101,532	119,516	143,205
增长率(%)	-1.0	9.4	17.7	19.8
归属母公司股东净利润(百万元)	5,326	6,497	8,180	10,649
增长率(%)	23.5	22.0	25.9	30.2
每股收益(元)	0.45	0.55	0.69	0.90
PE	16	13	10	8
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年5月31日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

7.25元



**分析师 李哲**

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe\_yj@mszq.com

**分析师 罗松**

执业证书: S0100521110010

邮箱: luosong@mszq.com

### 相关研究

- 徐工机械(000425.SZ) 2023年年报及2024年一季报点评: 新兴业务进展顺利, 国际化布局进一步完善-2024/04/30
- 徐工机械(000425.SZ) 2023年中报点评: 海外业务突破, 盈利能力提升-2023/08/31
- 徐工机械(000425.SZ) 2022年中报点评: 外销亮眼, 盈利性保持稳定-2022/08/31

# 目录

<b>1 工程机械近万亿市场，国产龙头加速渗透</b>	<b>3</b>
1.1 全球工程机械行业市场超 8700 亿元，中国销量占 13.2%	3
1.2 2016-2022 徐工机械全球份额从 3.7%提升至 5.8%	4
1.3 徐工深耕工程机械 30 余年，股权激励彰显跨周期信心	6
<b>2 工程机械国内预计 24 年筑底</b>	<b>9</b>
2.1 需求端——土拍降幅收窄，基建投资持续景气	9
2.2 供给端——多数工程机械产品保有量出现下降	12
2.3 自然淘汰更新量处于底部区间	14
2.4 政策端——设备更新政策加快国二及以下产品淘汰	15
<b>3 “横向拓展&amp;产品出海”，贡献增量收入</b>	<b>18</b>
3.1 高机业务快速成长，现已位居全球第三	18
3.2 矿机业务有望成为公司第二增长曲线	19
3.3 产品出海平滑国内周期影响	20
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	22
4.2 估值分析	23
4.3 投资建议	24
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>27</b>
<b>表格目录</b>	<b>27</b>

# 1 工程机械近万亿市场，国产龙头加速渗透

## 1.1 全球工程机械行业市场超 8700 亿元，中国销量占 13.2%

根据《工程机械定义及类组划分 (GXB/TY0001-2011)》，工程机械可以分成挖掘机械、铲土运输机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工与养护机械、混凝土机械等 20 大类。我国工程机械种类繁多，是全球工程机械产品类别、产品品种最齐全的国家之一。

表1：工程机械部份产品分类

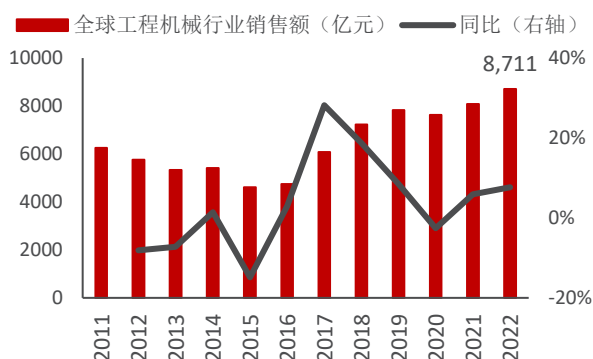
工程机械	代表产品
挖掘机械	液压挖掘机、挖掘装载机等
铲土运输机械	履带式装载机、液压铲运机、履带式推土机、非公路自卸车等
起重机械	轮式起重机、塔式起重机、施工升降机等
工业车辆	叉车、牵引车、搬运车等
混凝土机械	混凝土搅拌机、混凝土泵、混凝土搅拌站等
高空作业机械	高空作业车、剪叉式升降工作平台、臂架式升降工作平台等
路面施工与养护机械	摊铺机、沥青搅拌设备、路面铣刨机等

资料来源：中国工程机械工业协会，民生证券研究院

**22 年全球工程机械总销售额达 8710.9 亿元。**根据 off-highway 数据显示，全球来看，工程机械行业的 22 年销售额维持较高增速，达到 8710.9 亿元，同比增长 7.7%，创下历史新高。

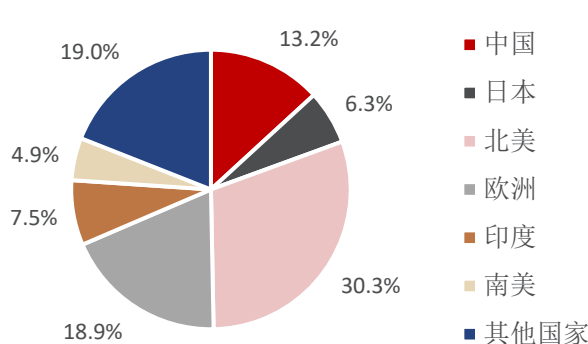
**23 年国内仅占全球工程机械销量 13.2%。**23 年北美、印度、日本销量有不同程度增长，其他地区的销量同比有所下滑。分地区来看，根据 off-highway 数据，北美销量占比最大(占 30.3%)，其次分别是欧洲(占 18.9%)/中国(占 13.2%)/印度(占 7.5%)/日本(占 6.3%)/南美(占 4.9%)等。

图1：全球工程机械行业销售额及同比 (亿元)



资料来源：off-highway，华经产业研究院，民生证券研究院

图2：23 年全球工程机械分区域销量占比

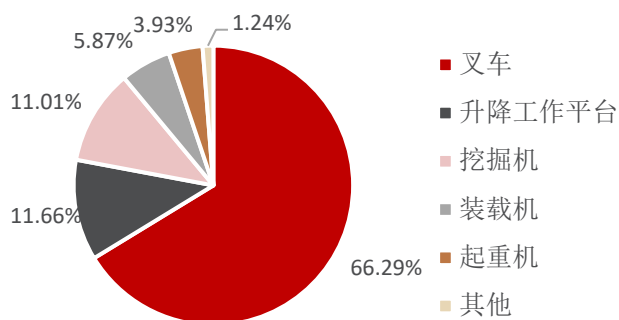


资料来源：off-highway，民生证券研究院

从销量来看，2023 年中国工程机械主要产品共销售约 177.1 万台，叉车占比最大(占 66.29%)，其次分别是升降工作平台(占 11.66%)/挖掘机(占 11.01%)/装载机(占 5.87%)/起重机(占 3.93%)等。

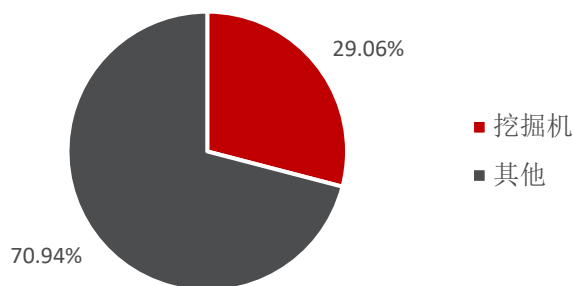
从价值量来看，挖掘机价值量占工程机械接近 30%。根据中商情报网数据，2023 年全球工程机械制造商 50 强总销售额 2238.06 亿美元，其中挖掘机业务排名前 20 的企业，挖掘机板块总销售额为 650.47 亿美元，占全球工程机械制造商 50 强总销售额的 29.06%。

图3：23 年中国工程机械分产品销量占比



资料来源：中国路面机械网，民生证券研究院

图4：23 年全球工程机械分产品价值量占比

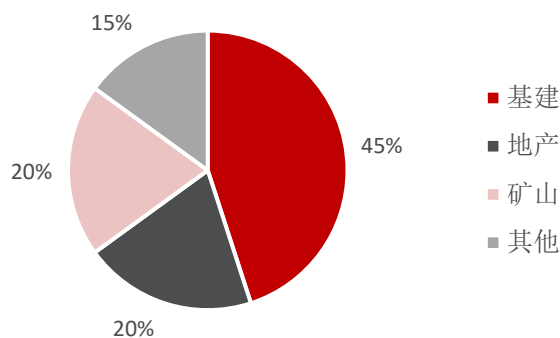


资料来源：中商情报网，民生证券研究院

基建、地产、矿山仍是工程机械最大下游需求来源。工程机械广泛应用于房地产建设、基建、矿山、国防工程建设等领域，其中尤以基建、房地产建设、矿山建设对工程机械的影响最大。

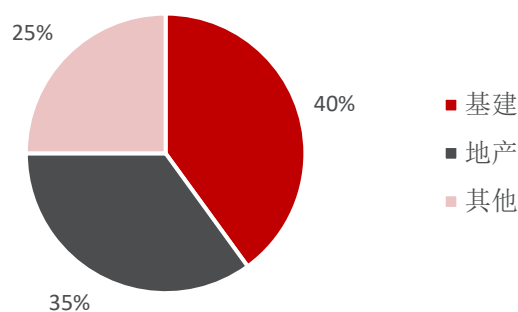
挖掘机作为工程机械的代表产品，其对基建与地产的依赖程度更高。根据财联社数据，23 年基建与房地产对挖掘机需求占比分别高达 40%和 35%。

图5：18 年中国工程机械分产品销量占比



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图6：23 年中国挖掘机下游需求占比



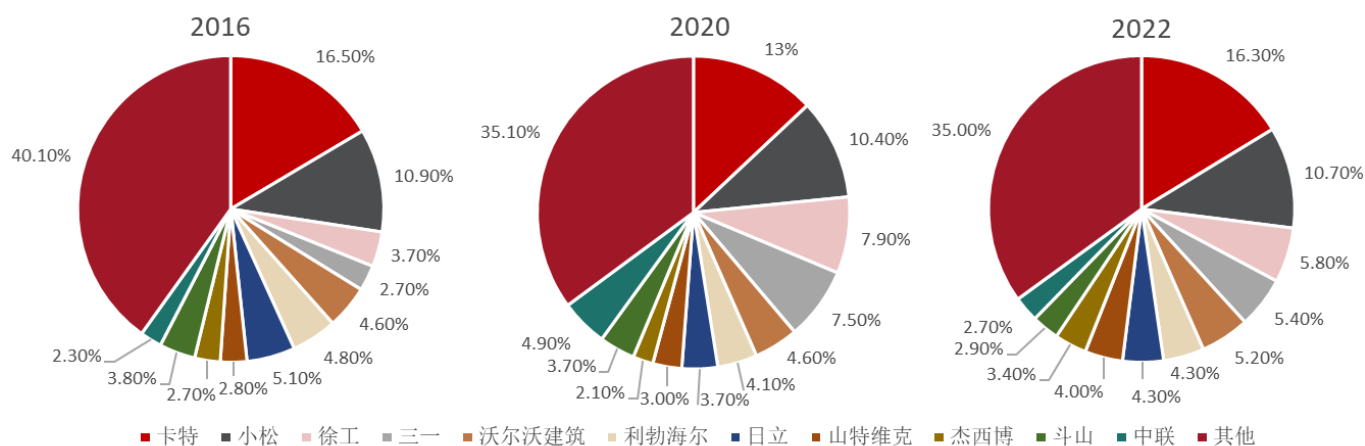
资料来源：财联社，民生证券研究院

## 1.2 2016-2022 徐工机械全球份额从 3.7%提升至 5.8%

工程机械全球份额进一步向头部集中，CR15 份额从 2016 年的 71.9%提升 2022 年的 74.6%。全球工程机械行业市场竞争较为激烈，大部分市场份额掌握在外资龙头手中，全球龙头为卡特跟小松，22 年全球份额分别为 16.3%、10.7%，较 16 年基本维持不变。

**TOP15 外工程机械厂商份额下降，主要被我国企业替代。**受益于国内工程机械行业的快速发展，三一、中联、徐工合计份额从 2016 年的 8.7% 提升至 2022 年的 13.9%。其中，徐工机械全球份额自 16 年 3.7% 提升至 22 年的 5.8%，目前位于全球第三，在国内品牌中份额最高。

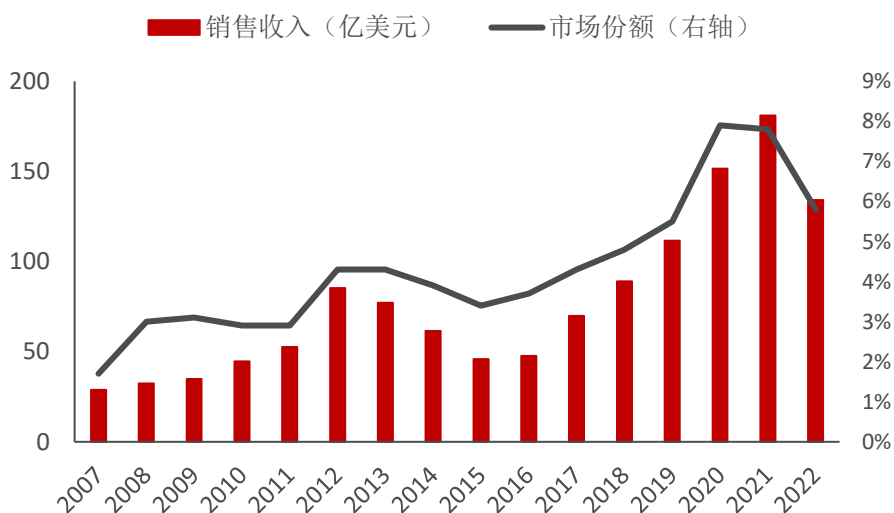
图7：2016、2020、2022 工程机械主要产商全球份额



资料来源：我的钢铁网，yellow table，民生证券研究院

**整体来看，徐工全球市场份额呈现震荡上升趋势。**徐工全球市场份额呈现震荡上升趋势，20 年份额最高达 7.9%。21-22 年徐工全球市场份额下滑比较明显，主要系国内工程机械周期下行，销量下滑较多所致。

图8：徐工机械销售收入及其全球市场份额



资料来源：我的钢铁网，中国叉车网，中国路面机械网，Yellow Table 等，民生证券研究院整理

全球工程机械行业龙头卡特与小松可以提供工程机械、矿山机械等全套非道路移动机械，山特维克的优势领域在矿山机械、硬质合金，利勃海尔主要的优势领域在起重机械、挖掘机械领域，我国的龙头企业徐工机械、三一重工目前还集中在



工程机械领域。其中，徐工机械主要优势领域在起重机械、土方机械、道路机械与高机。

**表2：全球工程机械龙头企业基本情况**

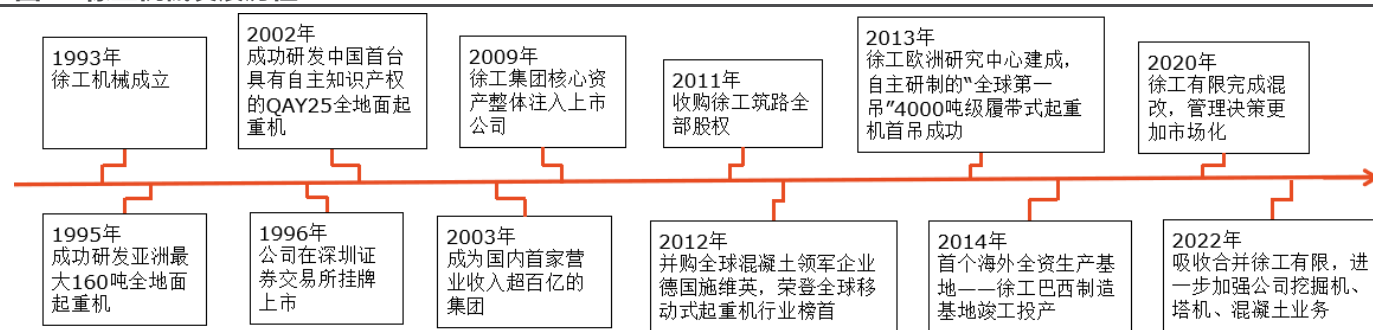
名称	国家	成立时间	优势领域
卡特	美国	1925年	建筑工程机械、矿用设备、非道路用柴油发动机
小松	日本	1921年	建筑工程机械、矿山机械、林业机械、产业机械
山特维克	瑞典	1862年	矿山机械、硬质合金等
利勃海尔	德国	1949年	起重机械、挖掘机械等
徐工机械	中国	1993年	起重机龙头、土方机械、道路机械、高机
三一重工	中国	1994年	挖机、履带起重机、混凝土机械、摊铺机
中联重科	中国	1992年	建起、工起、高机、混凝土

资料来源：各公司官网、公告，南方财富网，民生证券研究院

### 1.3 徐工深耕工程机械 30 余年，股权激励彰显跨周期信心

徐工机械成立于 1993 年，前身是 1943 年创建的华兴铁工厂。1957 年徐工试制出第一台塔式起重机，开始涉足工程机械产业，1963-1995 年期间，徐工陆续研发成功了中国首台 10 吨蒸汽压路机、国内第一台高等级沥青摊铺机以及亚洲最大 160 吨全地面起重机。1996 年，徐工在深交所上市，2003 年公司率先成为中国工程机械行业首家营业收入、销售收入双超百亿的集团。2012 年徐工并购了全球混凝土机械领军企业德国施维英，营业收入率先突破 1000 亿元。全球化发展路线下，2013 年徐工欧洲研究中心落成，2014 年徐工巴西制造基地竣工投产，截至 23 年，公司已拥有 39 家海外子公司、40 个海外大型服务备件中心、330 家海外经销商，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。2022 年徐工机械吸收合并徐工有限，进一步加强了挖掘机、塔机、混凝土机械业务。

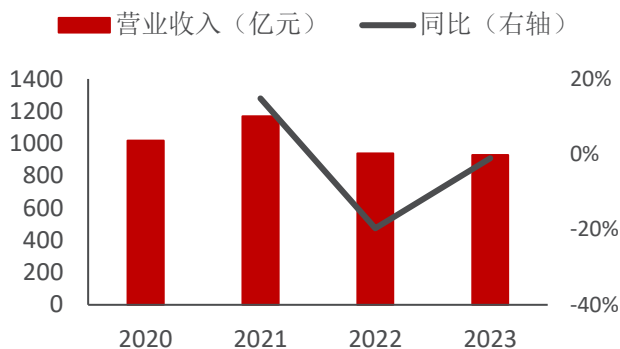
**图9：徐工机械发展历程**



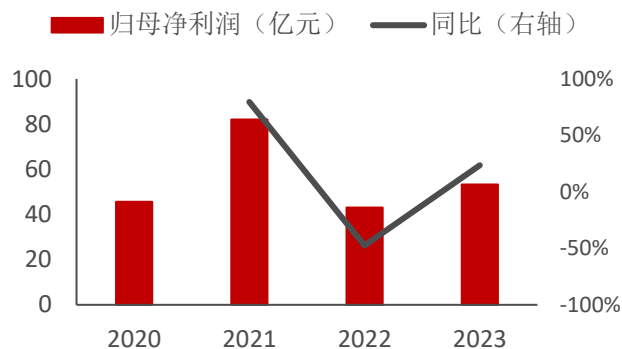
资料来源：公司官网，公司公告，中国路面机械网，民生证券研究院

**23 年公司营收基本稳定，净利润实现两位数增长。** 公司是全球工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司，根据官网披露，可分为 17 大类，超 60 种产品。自 21 年下半年开始，国内工程机械行业进入下行周期，公司营收端开始下降，但降幅已呈现收窄趋势，23 年公司实现营收 928.48 亿元，同比-

1.03%。而从利润端来看，公司践行高质量发展理念，23 年利润端同比回正，实现归母净利润 53.26 亿元，同比+23.66%。

**图10：公司营收及增速**


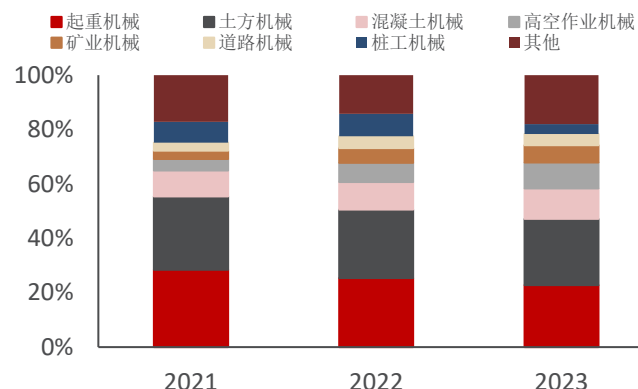
资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：22 年吸收合并徐工有限，此处采用调整后值）

**图11：公司净利润及增速**


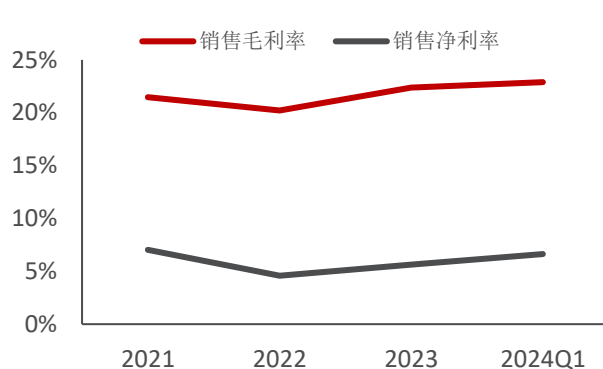
资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：22 年吸收合并徐工有限，此处采用调整后值）

**起重机械、土方机械仍为公司主要营收来源，23 年占比超 45%。**从收入结构来看，23 年土方机械占公司收入比重最大（占 24.30%），其次分别是起重机械（占 22.82%）、混凝土机械（占 11.23%）、高空作业机械（占 9.57%）、矿业机械（占 6.31%）、道路机械（占 4.11%）、桩工机械（占 3.73%）等。

**毛利率、净利率均有所恢复。**从盈利能力来看，受益于公司充分发挥液压、传动、铸造、四轮一带等零部件企业在技术自主可控、保供降本上的作用。油缸、阀、驱动桥、变速箱等内部配套率快速提升公司零部件内部配套率的持续提高到 70% 以上，销售毛利率、销售净利率均有所恢复。2023 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 22.38%、5.64%，同比+2.17pct、1.06pct。

**图12：公司分产品营收占比**


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：22 年吸收合并徐工有限，此处采用调整后值）

**图13：公司销售毛利率及净利率**


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：22 年吸收合并徐工有限，此处采用调整后值）

**公司 2023 年实施股票激励计划，彰显发展信心。**公司实施 2023 年限制性股票激励计划，以 3.09 元/股的价格授予 1,732 名激励对象共计 109,219,000 股限制性股票。股票来源为公司从二级市场回购的本公司人民币 A 股普通股股票。利润考核目标为 23 年不低于 53 亿元，24 年不低于 58 亿元或 23-24 累计值不低于

111 亿元，25 年不低于 65 亿元或 23-25 累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平，彰显了公司对未来发展的信心。

**图14：徐工机械 2023 年首次及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核**

解除限售期	业绩考核目标
首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期	① 2023年度净资产收益率不低于9%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2023年度净利润不低于53亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2023年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期	① 2024年度净资产收益率不低于9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2024年度净利润不低于58亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2024年净利润累计值不低于111亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2024年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
首次及预留授予的限制性股票第三个解除限售期	① 2025年度净资产收益率不低于10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ② 2025年度净利润不低于65亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2025年净利润累计值不低于176亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平； ③ 2025年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院



## 2 工程机械国内预计 24 年筑底

### 2.1 需求端——土拍降幅收窄，基建投资持续景气

#### 2.1.1 三大工程助力地产行业新发展

2023 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。

**项目层面：**以保障性住房为例，浙江、深圳、江苏等地均将新开工（筹集）保障性住房超 10 万套，根据界面智库统计，截至 24 年 2 月 23 日，各省市披露保障房建设计划合计超 68 万套。

**表3：部分地区 24 年保障性住房建设（筹集）计划**

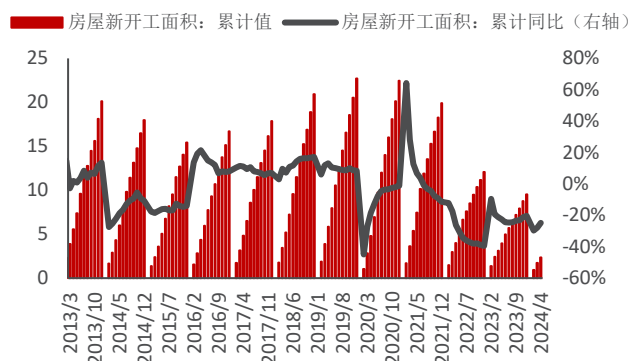
地方	24 年建设计划
浙江	开工筹集公租房 5000 套以上，建设筹集保障性租赁住房 20 万套（间）
江苏	新开工（筹集）保障性住房 6315 套，新开工（筹集）保障性租赁住房 162447 套
广东	新增筹集建设配售型保障性住房 1 万套、保障性租赁住房不少于 18 万套（间）
北京	建设筹集保障性租赁住房 7 万套（间），竣工各类保障性住房 8 万套（间）
上海	建设筹措 7 万套（间）保障性租赁住房，建设筹措保障性住房 1 万套以上
深圳	全年建设筹集保障房 10 万套（间）
广西	新开工配售型保障性住房 4000 套、新开工（筹集）保障性租赁住房 4 万套以上
山东	开工配售型保障性住房 8000 套，新筹集保障性租赁住房 4.7 万套
山西	开工（筹集）城镇保障性安居工程 4.23 万套
湖北	筹集配租型保障性住房 6.9 万套，建设配售型保障性住房 3000 套

资料来源：浙江、江苏、广东等政府官网，乐居网，上海证券报等，民生证券研究院整理

**资金层面：**根据中国证券报披露，截至 3 月 7 日，国家开发银行已发放城中村改造专项借款 614 亿元，涉及北京、上海、广州、武汉等 33 个城市的 271 个项目；截至 3 月 8 日，农业发展银行已累计发放城中村改造专项借款逾 560 亿元，签订借款合同累计金额 4900 多亿元；保障性住房建设项目和“平急两用”公共基础设施建设项目涉及融资需求近 400 亿元，已审批 226 亿元、投放 62 亿元。

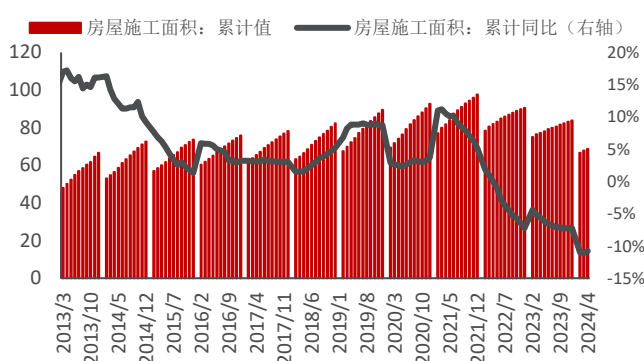
**1-4 月房屋新开工面积、施工面积累计同比降幅扩大，但 1-3 月房地产开发投资累计同比降幅收窄。**1-4 月份房屋新开工面积为 2.35 亿平方米，累计同比下降 24.70%，较 23 年降幅扩大 4.30pct。1-4 月房屋施工面积为 68.75 亿平方米，累计同比下降 10.80%，较 23 年降幅扩大 3.60pct。1-4 月份房地产开发投资 3.09 万亿元，累计同比下跌 9.80%，较 23 年降幅扩大 0.20pct。

图15: 房屋新开工面积累计值 (亿平方米) 及同比



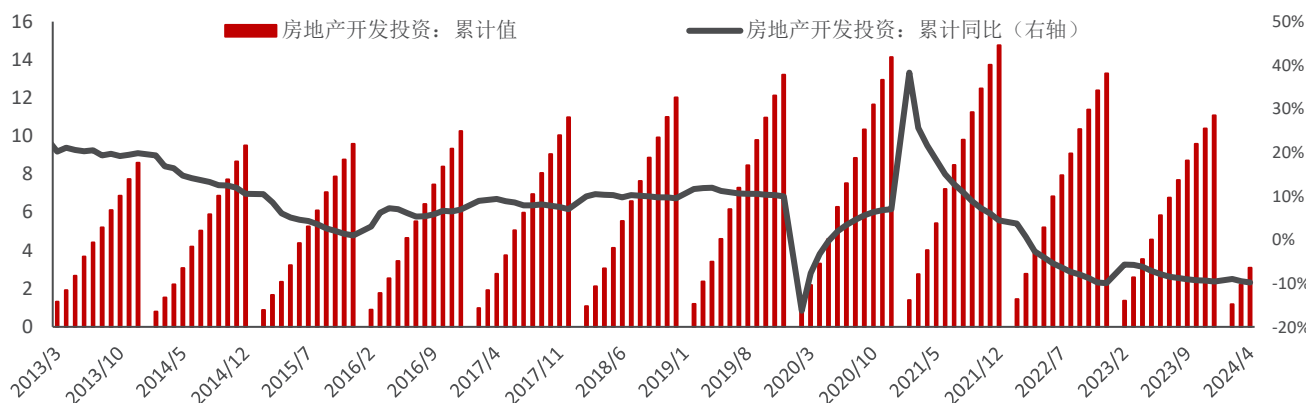
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 房屋施工面积累计值 (亿平方米) 及同比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

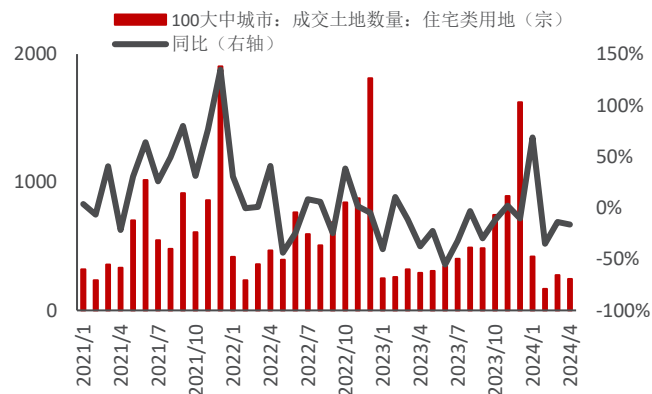
图17: 房地产开发投资 (万亿元) 及同比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

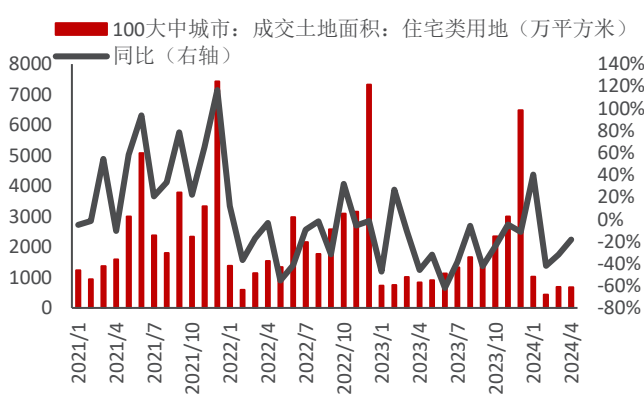
**1-4 月 100 大中城市成交土地总价、住宅类成交土地数量以及住宅类成交土地占地面积同比降幅较 23 年均明显收窄。**1-4 月 100 大中城市土地成交总价 5359.1 亿元, 同比减少 13.64%, 降幅较 23 年同比收窄 8.77pct。而从住宅类土地拍卖情况来看, 1-4 月 100 大中城市成交土地数量达 1109 宗, 同比减少 1.07%, 降幅较 23 年同比收窄 18.43pct.; 成交土地面积 2828.0 万平方米, 同比减少 15.05%, 降幅较 23 年同比收窄 10.27pct。

图18: 100 大中城市住宅类成交土地数量及同比



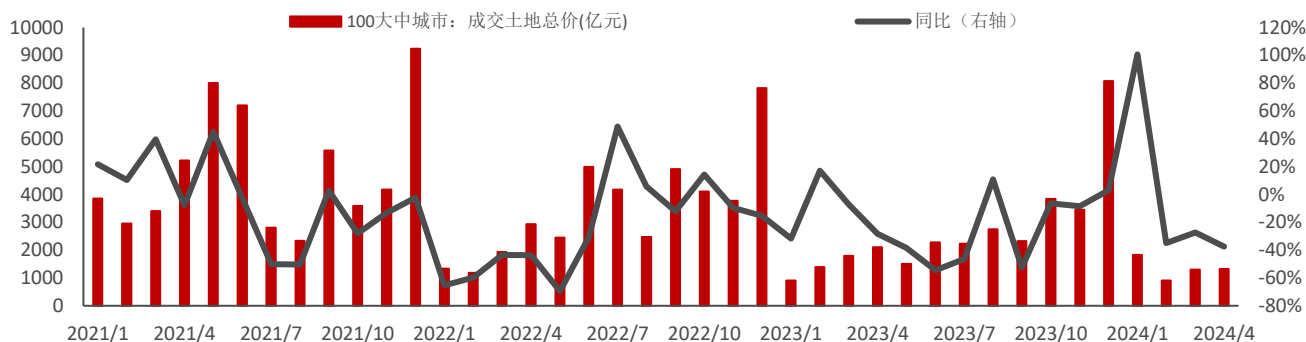
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 100 大中城市住宅类成交土地面积及同比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图20: 100大中城市成交土地总价及同比



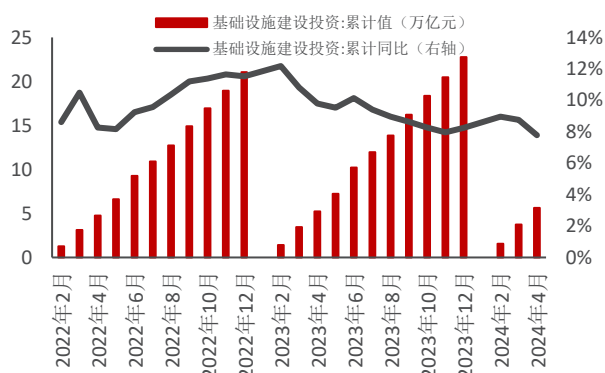
资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2.1.2 基建投资增速保持较高水平, 开工项目投资额重新回正

**受益增发国债, 广义基建投资增速保持较高水平。**截至 24 年 2 月, 23 年增发的 1 万亿国债已经分三批下达完毕, 增发国债资金已经全部落实到 1.5 万个具体项目。受益于增发国债资金到位, 2024 年 1-4 月基础设施建设投资完成额约 5.6 万亿元, 同比增长 7.78%, 维持较高增速; 基础设施建设 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 完成额约 4.47 万亿元, 同比增长 6.00%, 增速较 23 年全年提升 0.10pct。

**24 年基建投资增速有望达 8%。**不同于长期投向交通运输领域的基础设施, 1 万亿增发国债中, 超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设, 超过 2000 亿元用于京津冀等地的灾后重建, 其余资金主要用于自然灾害应急能力提升以及森林火灾等综合防治体系建设, **预计额外带来 4 个百分点的基础设施建设的投资的增长, 使得 2024 年的基础设施建设投资的增速升至 8%左右, 比 2023 年、2022 年显著提高。**

图21: 基础设施建设投资额及同比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图22: 基础设施建设 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 投资额及同比

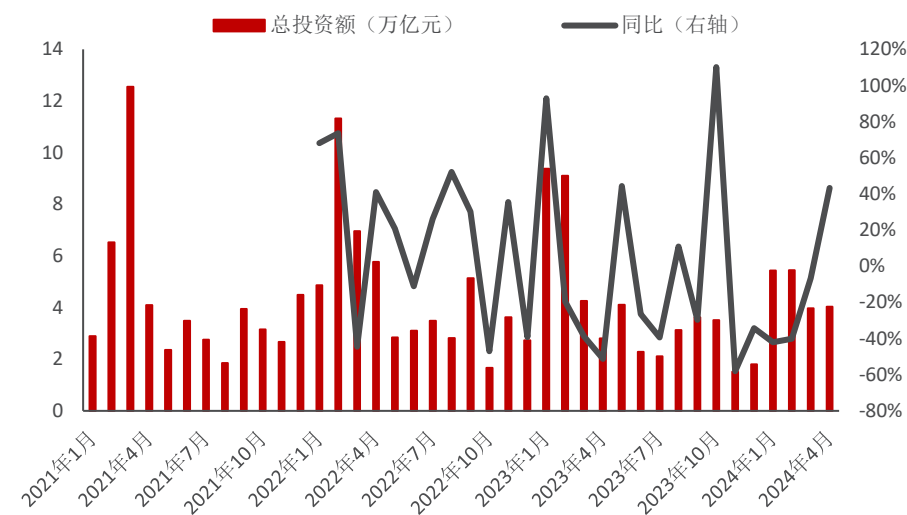


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**4 月新开工项目投资额同比重新回正。**根据 Mysteel 数据, 2024 年 1-4 月全国项目开工投资额 18.88 万亿元, 同比下降 26.09%, 项目开工 3.51 万宗, 同比

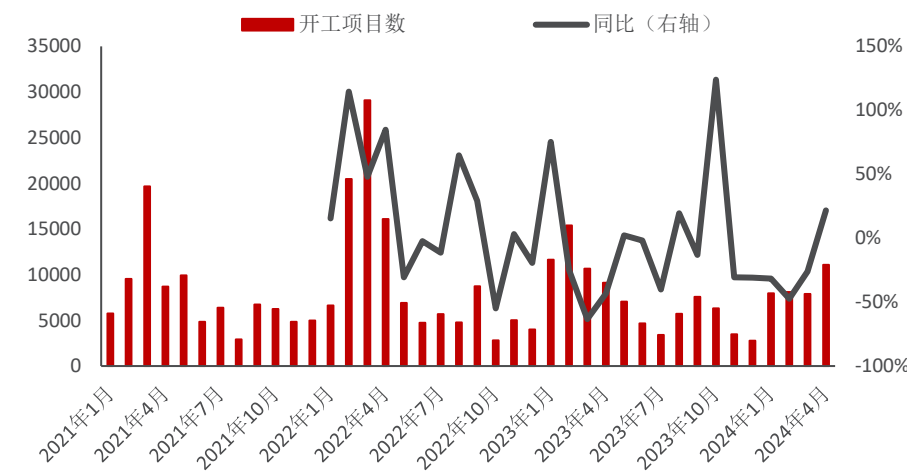
下降 25.12%。其中 4 月份全国各地共开工 1.11 万宗项目，同比增长 21.64%；总投资额 4.03 万亿元，同比增长 43.39%，重回正增长。

图23：月度项目开工投资额统计



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图24：月度项目开工项目数（宗）统计



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

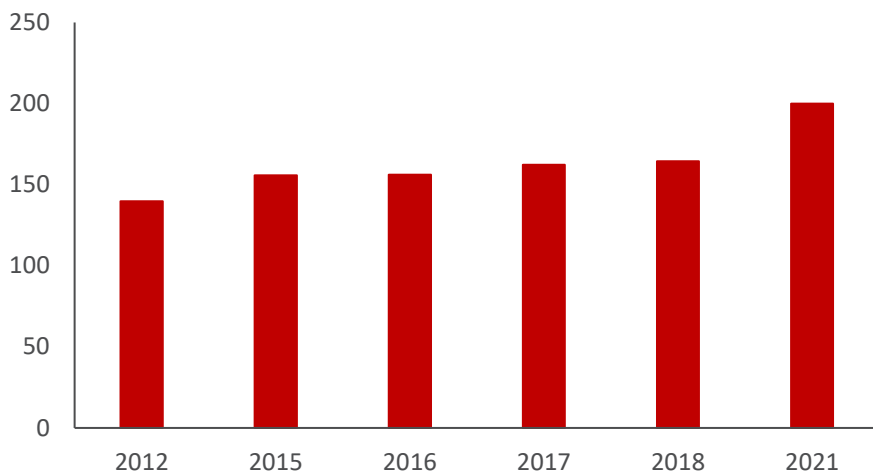
**市场开工情况逐步好转。**根据今日工程机械数据，截止到 5 月 24 日，东北、华北、华东、华南、华中、西北和西南的开工率分别为 52.00%、57.67%、50.64%、51.33%、53.47%、50.25%和 54.35%左右。比上期（5 月 17 日）分别提高-0.50、1.42、4.08、-2.00、2.22、2.08 和-3.57 个百分点。对比 4 月中下旬和 5 月上旬，各主要区域的开工率多数有小幅改善。

## 2.2 供给端——多数工程机械产品保有量出现下降

**目前国内暂无通用法规要求超年限工程机械报废，市场存量空间较大。**由于工程机械的使用寿命跟工况、维护、保养以及驾驶员的操作习惯等均有关系，目前国内暂无通用法规要求超年限工程机械报废。铁甲二手机上仍可看到十几年机龄的

二手工程机械销售。以挖掘机为例，根据工程机械协会统计数据，2012 年国内挖掘机保有量约 134.1-145.3 万台，2017 年达 155.7-168.6 万台，2018 年达 157.9-170.9 万台，而 2021 年国内挖掘机保有量更是超过了 200 万台。

**图25：国内挖掘机保有量（万台）**



资料来源：中国工程机械工业协会，前瞻产业研究院，民生证券研究院（注：数值取当年上下限平均）

参考行业通用的计算方式，一般采用工程机械产品平均寿命内国内实际销量之和的 1.2 倍计算全国保有量。因此，我们做出如下假设：

**平均寿命：**10 年基本符合目前我国大部分工程机械的实际使用状况。虽有些进口的先进设备，特别是大型设备使用年限超过 10 年，有的甚至使用了 20 多年，设备状况仍属正常，但考虑到大部分设备的使用状况，我们在统计中仍以 10 年为准。

**国内实际销量：**考虑到 12 年以前国内市场自给率不足 90% 以及 23 年中国工程机械产品出口销量占比已超 43%，采用工程机械协会当年统计数据+同类产品当年进口量-同类产品当年出口量作为国内实际当年销量数据。

**修正系数：**考虑到存在使用年限超过 10 年机型等因素影响，拟再增加 20% 即为全国保有量。

**表4：23 年主要工程机械产品保有量及同比**

工程机械产品	23 年保有量 (万台)	同比
挖掘机	196.2	-1.99%
汽车起重机	29.6	+1.91%
装载机	95.6	-9.80%
压路机	14.3	-3.52%
叉车	566.9	+13.25%

资料来源：中国工程机械工业协会，海关总署，民生证券研究院测算

**根据我们测算，受到行业周期下行影响，除叉车外多数工程机械保有量 23 年**



**出现下降。**挖掘机、装载机、压路机 23 年保有量为 196.2、95.6、14.3 万台，同比下降 1.99%、9.80%、3.52%；叉车与汽车起重机 23 年保有量为 566.9、29.6 万台，同比上升 13.25%与 1.91%。其中叉车主要系受益于国内物流业的恢复，保有量仍维持较高增速，而装载机由于挖掘机的替代效应保有量下降较多。

## 2.3 自然淘汰更新量处于底部区间

**自然淘汰更新有望成为工程机械需求主要来源。**十多年来，尽管经历周期性波动，工程机械行业整体上处于增量市场。但随着全球供应链价值重构，内外需供求关系的变化，我国工程机械市场正向存量市场转型。老旧机型更新逐渐成为主要需求来源，考虑到挖掘机是工程机械中价值量占比最高的产品，也是除了叉车外保有量最多的产品，因此我们在本文中对挖掘机的自然更新量进行测算。

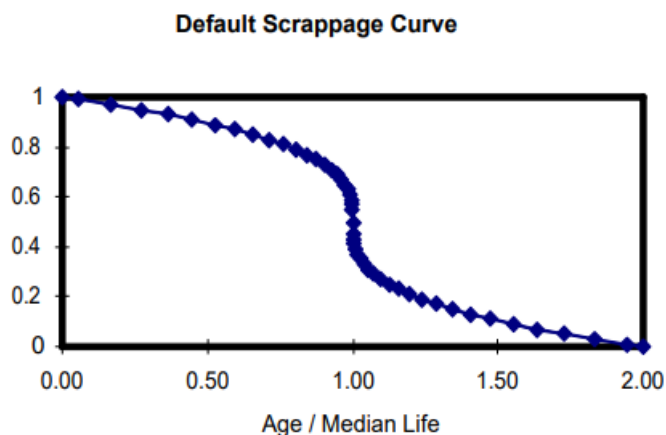
测算方法如下：

首先，参考美国工程机械存货曲线，计算出每年的报废比例。

其次，根据报废比例以及前文所提及的国内实际销量，计算各年份挖掘机在 2020-2024 的报废量。

最后，通过计算过往各年份报废量中销售 3 年内挖掘机报废占比的平均值，测算 2027 年的报废台数。

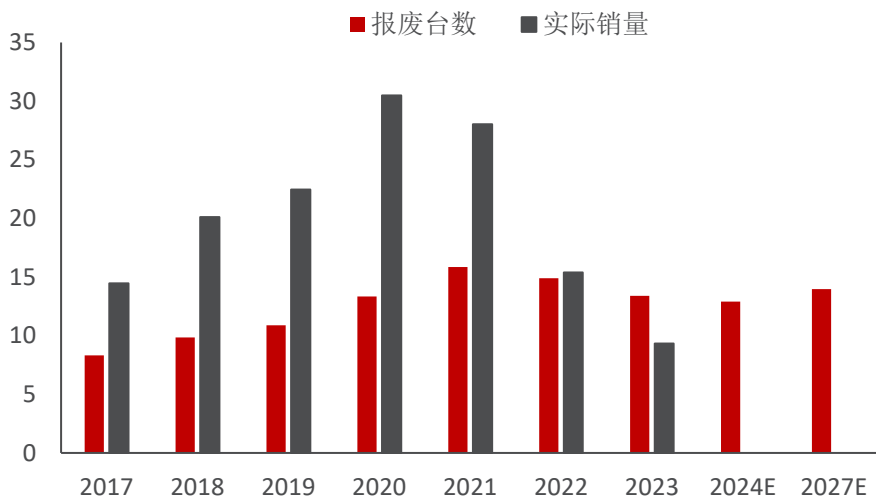
**图26：存活曲线**



资料来源：Washington DC:Office of Transportation and Air Quality 《United States Environmental Protection Agency.Calculation of age distributions in the Nonroad Model:growth and scrappage》，民生证券研究院

根据我们的测算，23 年国内挖掘机报废量应该在 13.49 万台，较当年实际销量已超出 4 万台左右。而且从挖掘机报废量变化趋势来看，现已处于相对底部区间，预计 24 年、27 年挖掘机报废量分别为 12.89 万台与 13.97 万台。

图27: 国内挖掘机报废量与实际销量 (万台)



资料来源: 中国工程机械工业协会, 海关总署, 民生证券研究院测算

整体而言, 国内挖机实际销量已连续 3 年下跌, 23 年国内实际销量约 9.3 万台较 20 年已下跌 69.4%, 行业已处于周期底部。

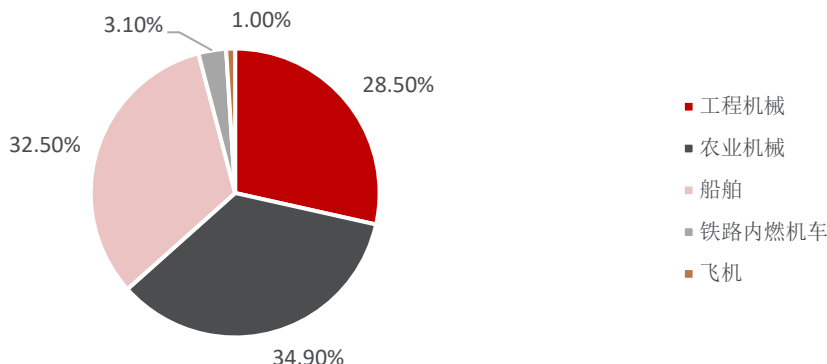
考虑到自然更新需求已处于底部区间, 未来自然更新报废需求有望持续上行, 需求端地产有望筑底, 基建持续维持较高景气度, 国内工程机械有望进入新一轮更新周期。

## 2.4 政策端——设备更新政策加快国二及以下产品淘汰

**降低能耗、减少排放是本轮设备更新政策的重要方向。**3月1日, 国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。会议指出, 要有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造, 积极开展汽车、家电等消费品以旧换新形成更新换代规模效应。要落实全面节约战略, 抓紧建立健全回收利用体系, 促进废旧装备再制造, 提升资源循环利用水平。

**而随着非道路移动机械市场的迅速发展以及对道路车辆排放控制的不断加严, 非道路移动机械已成为移动源污染物排放的重要来源。**根据生态环境部发布的《中国移动源环境管理年报(2023年)》, 2022年, 非道路移动源排放二氧化硫(SO<sub>2</sub>)、HC、NO<sub>x</sub>、PM 分别为 17.6 万吨、42.5 万吨、473.5 万吨、23.2 万吨。其中, 工程机械、农业机械、船舶、铁路内燃机车、飞机排放的 NO<sub>x</sub> 分别占非道路移动源排放总量的 28.5%、34.9%、32.5%、3.1%、1.0%。

图28: 22年非道路移动机械 NOx 排放占比



资料来源: 生态环境部, 民生证券研究院

**排放标准日趋严格。**目前工程机械实行的排放标准是自 2022 年 12 月 1 日实施的非道路移动机械国四排放标准。与国三排放标准相比, 国四标准则主要加严了 NOx 和颗粒物的限制要求, 尤其是颗粒物限制幅度更大, 其中 NOx 削减 13% - 45%, 颗粒物削减 50% - 94%。

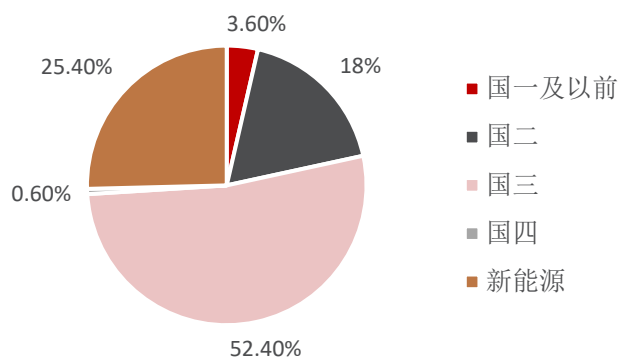
表5: 非道路移动机械标准起始与截止时间

排放标准	起始时间	截止时间
国零		2008-09-31
国一	2008-10-01	2010-09-31
国二	2010-10-01	2016-03-31
国三	2016-04-01	2022-11-30
国四	2022-12-01	

资料来源: 黄志辉等人《中国工程机械二氧化碳和污染物排放现状评估》, 民生证券研究院

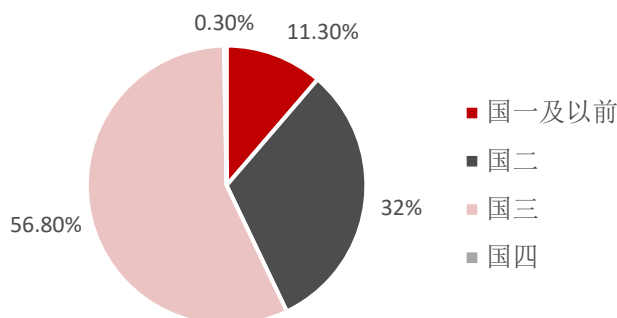
**但工程机械平均寿命较长, 国二及以下产品排放占比超 40%。**考虑到工程机械产品普遍寿命可达 10 年左右, 市场上仍存在较多国二及以下机型。截至 2022 年, 国三机型占国内工程机械保有量超半数, 但国二及以下机型仍在国内工程机械保有量中占有 21.6%左右, 其中国一及以上机型占 3.6%, 国二机型占 18%。且由于国二及以下排放标准相对宽松, 其 NO<sub>2</sub> 排放占比高达 42.9%。

图29: 22年工程机械分标准保有量占比



资料来源: 黄志辉等人《中国工程机械二氧化碳和污染物排放现状评估》, 民生证券研究院

图30: 22年工程机械分标准 NO<sub>2</sub> 排放占比



资料来源: 黄志辉等人《中国工程机械二氧化碳和污染物排放现状评估》, 民生证券研究院

此次中央推动新一轮大规模设备更新将有望促进工程机械设备更新换代，推动老旧“国一”、“国二”机型出清。根据我们的测算，国二及以下挖掘机、装载机、叉车、压路机分别有 38.8、36.2、75.7、3.4 万台。根据工程机械杂志相关发文，预计有 70%-80% 的老旧设备将被淘汰出清，20%-30% 的老旧设备会产生以旧换新的需求。**假设 25% 的老旧设备会产生以旧换新的需求，以此推算，将带来挖掘机、装载机、叉车、压路机更新需求分别为 9.7、9.1、18.9、0.9 万台的更新需求，占 2023 年国内实际销量的 104.1%、159.4%、24.3%、132.0%。**

**表6：23 年分排放标准国内工程机械产品保有量（万台）**

排放标准	挖掘机	装载机	叉车	压路机
国一及以下	8.8	8.9	9.4	0.7
国二	30.0	27.3	66.2	2.7
国三	146.6	53.7	396.5	10.2
国四	10.7	5.7	94.2	0.7

资料来源：Washington DC:Office of Transportation and Air Quality《United States Environmental Protection Agency.Calculation of age distributions in the Nonroad Model:growth and scrappage》，黄志辉等人《中国工程机械二氧化碳和污染物排放现状评估》，民生证券研究院

### 3 “横向拓展&产品出海”，贡献增量收入

#### 3.1 高机业务快速成长，现已位居全球第三

多年布局，公司高机全球排名前三。2016年，徐工机械为快速实现高空作业平台产业布局设立了徐工消防安全装备有限公司。2017年公司高空作业平台销售收入便同比增长139%，跻身行业前五强。2019年，公司高空作业平台新工厂落成，可实现年产高空作业平台产品18000台，其中直曲臂6000台，剪叉车12000台。同年，公司臂式高空作业平台位居国内市场第一位。2020年，公司高空作业车占有率大幅提升，跻身行业第一，臂式高空作业平台维持国内第一品牌行业地位。2021年，公司发布“灵云”K系列高空作业平台产品，在“2021全球高空作业平台制造企业20强”榜单中位列第五。2022年，公司在“2022年全球高空作业机械制造企业20强”中排名再升两位，跃居中国第一，全球第三。

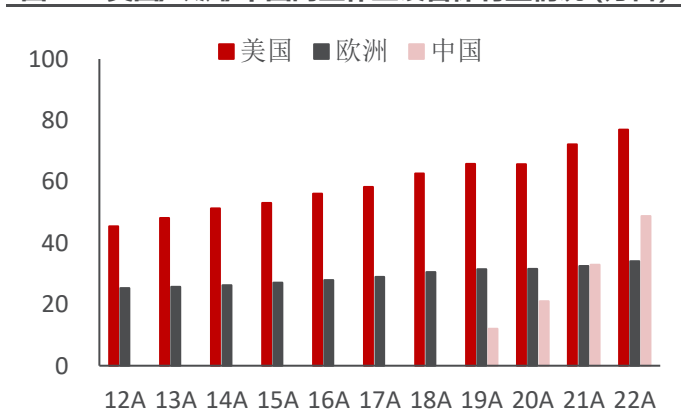
图31：徐工机械高空作业平台发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国路面机械网，铁甲工程机械网，民生证券研究院

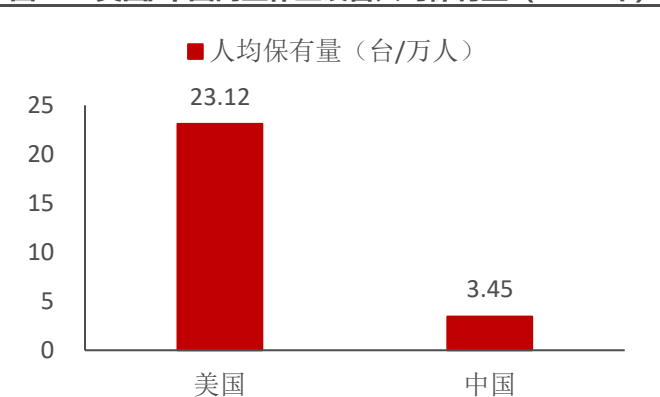
国内高空作业平台仍有较大发展空间。2022年，我国高机保有量达48.7万台，相比美国的77万台仍偏低；人均保有量来看，美国为23.12台/万人，我国为3.45台/万人，仅为美国的15%，发展潜力较大。我国高机保有量中臂式占比在25%左右，而美国近40%。

图32：美国/欧洲/中国高空作业设备保有量情况（万台）



资料来源：观研报告网，民生证券研究院

图33：美国/中国高空作业设备人均保有量（2022年）

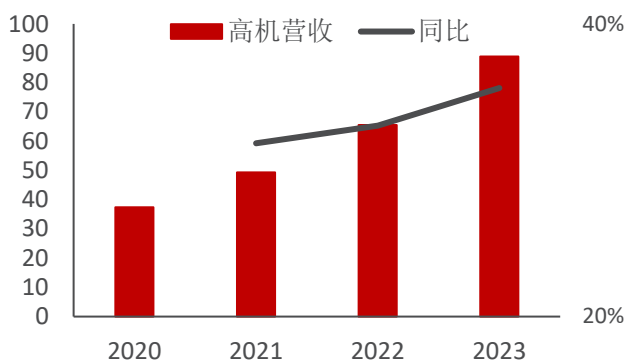


资料来源：中金企信，民生证券研究院



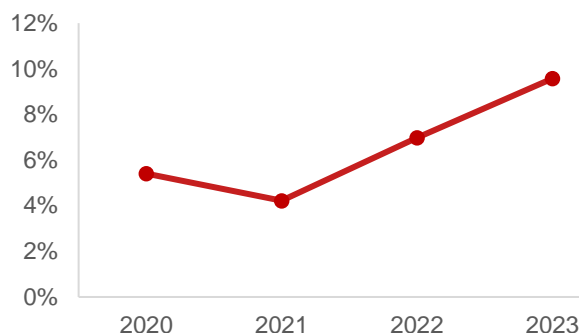
**高机营收快速增长，收入占比进一步提升。**公司高机业务收入自 2020 年的 37.3 亿快速提升至 2022 年的 65.5 亿元，CAGR 为 32.52%，23 年以来公司高机业务加速增长，2023 实现营收 88.83 亿元，同比提升 35.62%，增速较 22 年提升 2.57pct。高机占公司收入比例也从 2020 年的 5.4%提升至 2023 的 9.57%。

图34：徐工高空作业设备营收(亿元)及同比（右轴）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图35：高空作业设备占公司营收比例



资料来源：ifind，民生证券研究院

**海外市场发展潜力大。**目前，徐工高空作业平台全系产品完成最严苛的欧洲 CE 认证、北美 ANSI 认证和澳洲 AS/NZS1418 认证，简便高效、安全可靠，性能卓越，可全方位满足全球用户差异化需求。而根据公司公告，23 年 Q1-Q3 公司高空作业平台销售超 3.7 万台，同比增长 30%，销售收入超 55 亿元，同比增长超 50%。目前出口占其收入比例约 11%，仍有较大提升空间。

### 3.2 矿机业务有望成为公司第二增长曲线

**矿机起步较晚，产品线齐全。**矿业机械是徐工为满足大型露天矿山、水利工程开挖、装卸、运输需求培育的重点产业。2018 年 8 月 15 日，徐工矿业机械从徐工挖掘机械事业部脱离出来独立运营。2019 年 12 月 12 日，徐工矿业机械智能化制造基地正式投产运营。目前已形成 70-700 吨矿用挖掘机、30-60 吨铰接式自卸车、60-100 吨三桥刚性矿车、70-440 吨两桥刚性矿车以及 100-1000tph 移动式破碎筛分站、1000-6000tph 固定式破碎机及其配套连续输送装备，是全球第五家具备大型成套矿业机械研发制造能力的企业。

图36：徐工矿机三大产品线



矿用挖掘机

矿用自卸车

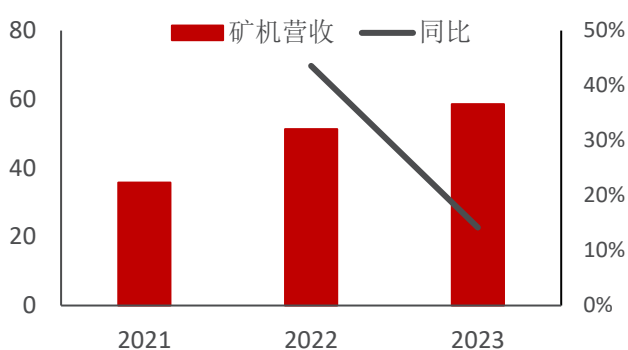
破碎筛分设备

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**矿山机械市场空间较大，市场集中度较高。**2023 年全球矿山机械市场规模约 4684 亿元，预计未来将持续保持平稳增长的态势，到 2030 年市场规模将接近 7149 亿元，未来六年 CAGR 为 5.7%。从参与者来看，矿山机械核心参与者卡特与小松市场份额超 50%，市场集中度较高。

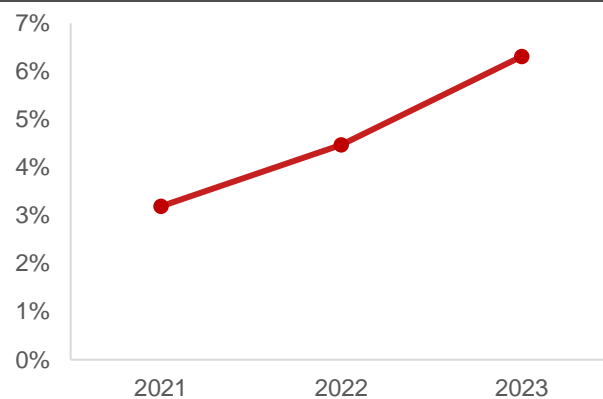
**吸收合并提升业务经营效率，矿机有望成为公司第二成长曲线。**过去徐工集团矿业机械分处两个公司，运营及管理相对难度较大。徐工机械吸收合并徐工有限后，矿机业务有望充分受益于运营管理的统一，实现经营效率的提升。从毛利率来看，22 年矿业机械毛利率为 19.64%，较 21 年同比提升 2.13pct。此外，徐工机械吸收合并徐工有限有望为矿机业务带来的协同价值，有望进一步加速矿机业务的成长。2023 年，徐工矿业机械营业收入约 42.36 亿元，同比+14.18%，占总营收比例约 6.31%，同比+1.84pct。

**图37：徐工矿机业务营收(亿元)及同比（右轴）**



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图38：矿机业务占公司营收比例**



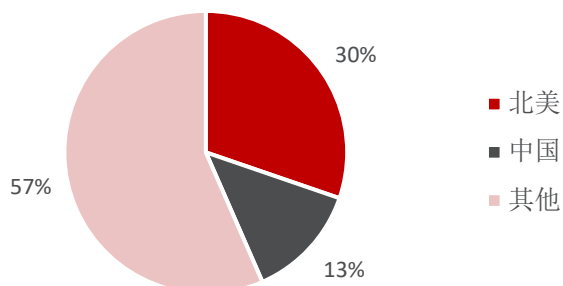
资料来源：ifind，民生证券研究院

### 3.3 产品出海平滑国内周期影响

**工程机械国内市场仅占 13%，海外市场星辰大海。**根据 off-highway 数据显示，全球工程机械市场销量已连续两年下滑，主要系受到国内工程机械行业周期下行影响。22-23 年中国工程机械市场销量分别同比下降 39%与 38%。从 2023 年分区域销量来看，北美地区最高，销量占比超 30%，中国地区销量仅占全球 13%，海外市场空间巨大。

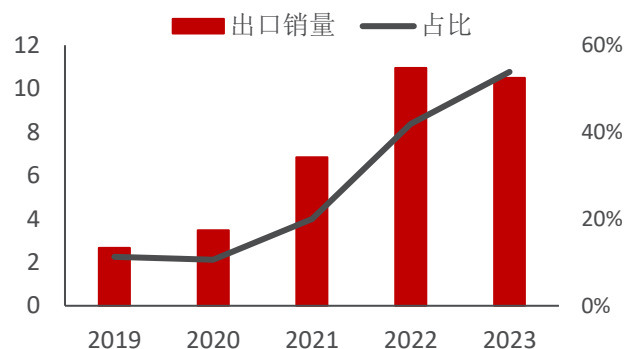
**近年来，国内工程机械出海进展顺利。**全球化发展已经成为中国工程机械优质企业的高度共识。以挖掘机为例，根据中国工程机械协会统计数据，2019-2023 年挖掘机出口销量从 2.66 万台提升至 10.50 万台，CAGR 达 40.95%。挖掘机出口销量占比也从 2019 年的 11.28%提升至 2023 年的 53.86%，海外业务越发成为工程机械企业的稳定之锚和增长之源。

图39: 23 年分地区工程机械销量占比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

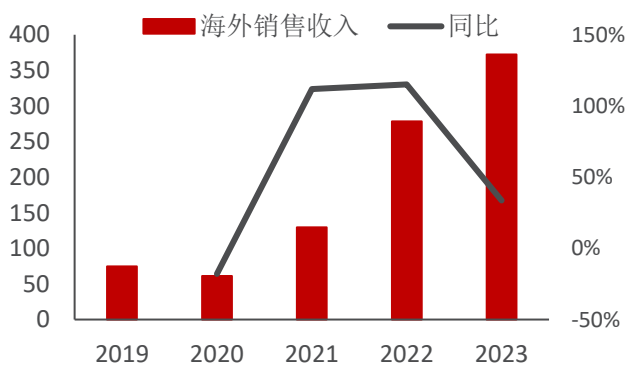
图40: 国内挖机出口数 (万台) 及占比 (右轴)



资料来源: 中金企信, 民生证券研究院

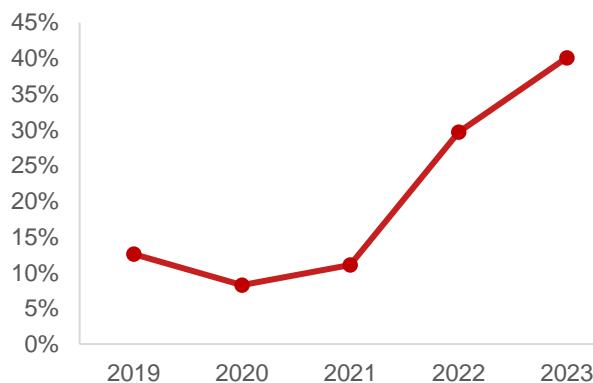
徐工营销网络覆盖 193 个国家和地区, 海外收入仍有进一步提升空间。公司坚定不移的推进“国际化主战略”, 深耕国际化发展布局, 截至 23H1, 已拥有 39 家海外子公司、330 家海外经销商、2045 个二级网点、23 个自营海外服务备件中心, 营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。从销售收入来看, 23 年海外销售收入达 372.20 亿元, 同比增长 33.71%。海外销售收入占比也从 21 年的 11.08% 快速提升至 23 年的 40.09%。但从全球来看, 公司 22 年全球份额仅 5.8% 仍有较大成长空间。

图41: 徐工海外业务营收(亿元)及同比 (右轴)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图42: 海外业务占公司营收比例



资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括土方机械、混凝土机械、起重机械、矿业机械、高空作业机械、道路机械和其他工程机械、备件及其他，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 1015.3/1195.2/1432.1 亿元，yoy+9.4%/+17.7%/+19.8%，基于以下假设：

**土方机械：**截至 2023 年，公司挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一。2022-2023 年受国内挖机销量同比下滑的影响收入下滑明显，我们预计 2024 年开始国内挖机筑底成功，有望进入温和复苏阶段，给予该业务 2024-2026 年营收增速分别是+7%/+13%/+17%；

**起重机械：**截至 2023 年，公司起重机械、移动式起重机保持全球第一，随车起重机、塔式起重机保持全球第三。受益于国内工程机械筑底与设备更新政策，预计营收实现稳健增长，我们给予 2024-2026 年该业务收入增速分别是+7%/+15%/+19%；

**混凝土机械：**截至 2023 年，公司混凝土机械稳居全球第一阵营，预计随着国内工程机械行业筑底回升，有望恢复稳健增长。我们给予 2024-2026 年收入增速分别是+11%/+12%/+15%；

**高空作业机械：**截至 2023 年，公司高空作业平台进位至全球第三。但考虑到国内高机行业仍有较大发展空间，预计解下来几年将实现较快速度增长。我们给予 2024-2026 年收入增速分别是+35%/+35%/+35%；

**矿山机械：**矿山机械市场空间较大，市场集中度较高。截至 2023 年，公司矿山露天挖运设备保持全球第五。混改之后矿山设备归入上市公司主体有望受益于运营管理的统一，保持较快速度增长，我们给予 2024-2026 年收入增速分别是+50%/+40%/+40%。

关于毛利率假设如下：

**土方机械：**虽然该业务 2023 年需求偏弱，但今年原材料、海运费等成本项有一定正贡献，海外业务毛利率高于国内业务，且公司零部件配套率持续提升，我们预计 24-26 年毛利率分别为 26.5%、27.2%、28.0%；

**起重机械：**该业务 2023 年仍有所下滑，预计随着国内行业周期见底，收入规模恢复，叠加原材料及海运费等成本项一定的正贡献，且公司零部件配套率持续提升，我们预计 24-26 年该业务毛利率分别位 22.8%、23.0%、23.1%；

**混凝土机械：**该业务 2023 年实现稳健增长，随着到海外收入占比不断提高，我们预计 24-26 年该业务毛利率分别位 18.30%、18.60%、18.60%；

**高空作业机械：**该业务 2023 年实现快速增长，规模效应逐渐显现，但考虑到

市场竞争逐渐激烈，我们预计 24-26 年毛利率分别为 30%、30%、30%。

矿山机械：该业务 2023 年实现快速增长，规模效应逐渐显现，我们预计 24-26 年毛利率分别为 22%、22.4%、23.0%。

期间费用率假设如下：

研发费用率：工程机械电动化与智能化是未来方向，公司需要不断投入资金，预计 2024-2026 年研发费用率保持在 4.1%；

管理费用率：该指标有一定规模效应，近两年由于公司收入规模下降，管理费用率有所上升，但随着国内周期见底，海外收入持续增长，该指标会持续走低，我们预计 2024-2026 年该指标分别为 2.8%/2.7%/2.6%；

销售费用率：该指标与管理费用率类似，我们预计 2024-2026 年分别是 7.0%/6.9%/6.8%。

**表7：公司分业务情况**

	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元	1167.96	938.17	928.48	1015.32	1195.16	1432.05
yoy	%		-20%	-1%	9.4%	17.7%	19.8%
土方机械	亿元	314.49	236.39	225.60	241.39	272.77	319.14
yoy	%		-25%	-5%	7%	13%	17%
起重机械	亿元	332.00	238.60	211.87	226.70	260.71	310.24
yoy	%		-28%	-11%	7%	15%	19%
混凝土机械	亿元	111.7	95.02	104.25	115.72	129.60	149.04
yoy	%		-15%	10%	11%	12%	15%
高空作业机械	亿元	49.23	65.50	88.83	119.92	161.89	218.56
yoy	%		33%	36%	35%	35%	35%
矿业机械	亿元	35.75	51.33	58.60	87.90	123.06	172.28
yoy	%		44%	14%	50%	40%	40%
毛利率	%	16.24%	20.21%	22.38%	22.65%	22.80%	23.10%
土方机械	%	27.37%	25.32%	25.69%	26.50%	27.20%	28.00%
起重机械	%	21.75%	19.87%	22.60%	22.80%	23.00%	23.10%
混凝土机械	%	17.53%	16.34%	18.05%	18.30%	18.60%	18.60%
高空作业机械	%	29.25%	27.80%	-	30%	30%	30%
矿业机械	%	17.51%	19.64%	-	22.00%	22.40%	23.00%
研发费用率	%	3.17%	4.35%	4.31%	4.10%	4.10%	4.10%
管理费用率	%	1.96%	2.44%	2.91%	2.75%	2.70%	2.60%
销售费用率	%	8.13%	7.21%	7.22%	7.00%	6.90%	6.80%

资料来源：ifind，民生证券研究院预测（注：23 年矿山机械与高空作业机械毛利率公司未披露）

## 4.2 估值分析

根据公司所属行业特性、业务情况等因素，我们选择相对估值法，对公司的估值情况进行分析。我们选取跟公司同属工程机械行业且竞争力相当的三一重工、中联重科以及柳工作为对比，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 17、13、



11 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 64.97、81.80、106.49 亿元，对应 5 月 31 日收盘价 PE 为 13、10、8 倍。考虑公司作为行业龙头，随着新兴业务持续发力，海外收入占比提升，盈利能力有望改善，公司估值有望修复。

**表8：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	16.18	0.53	0.74	0.96	1.18	31	22	17	14
000157.SZ	中联重科	8.03	0.40	0.53	0.68	0.83	20	15	12	10
000528.SZ	柳工	10.28	0.44	0.67	0.91	1.16	23	15	11	9
	平均						25	17	13	11
000425.SZ	徐工机械	7.25	0.45	0.55	0.69	0.90	16	13	10	8

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2024 年 5 月 31 日收盘价

### 4.3 投资建议

考虑到国内行业周期见底，公司新兴业务进展顺利，海外收入持续增长，盈利能力有所改善，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别是 64.97/81.80/106.49 亿元，对应估值分别是 13x/10x/8x，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

1) **行业需求低于预期的风险。**工程机械行业受基建、地产等投资强度影响显著，挖机出口近期也呈现走弱趋势，存在需求低于预期的风险。

2) **海外渗透率提升不及预期的风险。**海外市场对国内工程机械的质量、服务都有较高要求，存在海外渗透率提升不及预期的风险。

3) **汇率波动的风险。**公司海外营收占比较高，若汇率发生较大波动，将直接影响公司当年业绩。

4) **政策推进不及预期的风险。**设备更新政策有望推动国内老旧机型加速淘汰，进一步刺激市场更新需求，存在政策推进不及预期的风险。

5) **新兴业务进展不及预期。**公司高机、矿机均属于新兴业务，规模相对较小，存在后续进展不及预期的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	92,848	101,532	119,516	143,205
营业成本	72,064	78,535	92,267	110,125
营业税金及附加	442	483	502	573
销售费用	6,702	7,107	8,247	9,738
管理费用	2,706	2,792	3,227	3,723
研发费用	4,000	4,163	4,900	5,871
EBIT	6,254	8,609	10,513	13,267
财务费用	726	1,433	1,458	1,500
资产减值损失	-692	-406	-395	-382
投资收益	-4	210	248	297
营业利润	5,640	6,980	8,908	11,682
营业外收支	37	37	37	37
利润总额	5,678	7,018	8,945	11,719
所得税	442	604	814	1,102
净利润	5,236	6,414	8,131	10,617
归属于母公司净利润	5,326	6,497	8,180	10,649
EBITDA	10,222	12,688	14,709	17,570

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,371	26,425	31,299	39,597
应收账款及票据	43,658	45,619	52,113	60,536
预付款项	1,677	1,806	2,030	2,313
存货	32,378	33,408	35,487	37,855
其他流动资产	9,976	9,887	10,554	11,443
流动资产合计	111,060	117,145	131,481	151,744
长期股权投资	4,510	4,558	4,558	4,558
固定资产	22,510	23,774	24,846	25,660
无形资产	7,374	7,424	7,702	7,980
非流动资产合计	50,935	51,309	52,249	52,906
资产合计	161,995	168,454	183,730	204,650
短期借款	13,526	13,526	13,526	13,526
应付账款及票据	41,844	46,097	54,414	65,252
其他流动负债	30,996	26,401	27,823	30,553
流动负债合计	86,366	86,025	95,763	109,331
长期借款	12,515	15,483	15,483	15,483
其他长期负债	5,626	5,125	5,126	5,127
非流动负债合计	18,142	20,608	20,609	20,610
负债合计	104,508	106,633	116,372	129,941
股本	11,816	11,816	11,816	11,816
少数股东权益	1,342	1,259	1,210	1,178
股东权益合计	57,487	61,821	67,357	74,709
负债和股东权益合计	161,995	168,454	183,730	204,650

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.03	9.35	17.71	19.82
EBIT 增长率	28.51	37.65	22.12	26.20
净利润增长率	23.51	21.98	25.89	30.19
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	22.38	22.65	22.80	23.10
净利润率	5.74	6.40	6.84	7.44
总资产收益率 ROA	3.29	3.86	4.45	5.20
净资产收益率 ROE	9.49	10.73	12.37	14.48
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.29	1.36	1.37	1.39
速动比率	0.80	0.86	0.90	0.94
现金比率	0.27	0.31	0.33	0.36
资产负债率 (%)	64.51	63.30	63.34	63.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	155.97	144.78	134.24	128.75
存货周转天数	168.54	150.78	134.40	119.88
总资产周转率	0.55	0.61	0.68	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.45	0.55	0.69	0.90
每股净资产	4.75	5.13	5.60	6.22
每股经营现金流	0.30	1.16	1.18	1.50
每股股利	0.18	0.22	0.28	0.36
<b>估值分析</b>				
PE	16	13	10	8
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.59	8.53	7.36	6.16
股息收益率 (%)	2.48	3.03	3.81	4.96

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,236	6,414	8,131	10,617
折旧和摊销	3,968	4,079	4,197	4,303
营运资金变动	-7,281	795	-793	497
经营活动现金流	3,571	13,712	13,894	17,766
资本开支	-5,903	-4,995	-5,098	-4,922
投资	5,272	679	0	0
投资活动现金流	1,411	-4,727	-4,850	-4,626
股权募资	441	0	0	0
债务募资	-3,629	-1,701	0	0
筹资活动现金流	-7,778	-5,931	-4,170	-4,841
现金净流量	-2,974	3,054	4,874	8,299

## 插图目录

图 1: 全球工程机械行业销售额及同比 (亿元)	3
图 2: 23 年全球工程机械分区域销量占比	3
图 3: 23 年中国工程机械分产品销量占比	4
图 4: 23 年全球工程机械分产品价值量占比	4
图 5: 18 年中国工程机械分产品销量占比	4
图 6: 23 年中国挖掘机下游需求占比	4
图 7: 2016、2020、2022 工程机械主要产商全球份额	5
图 8: 徐工机械销售收入及其全球市场份额	5
图 9: 徐工机械发展历程	6
图 10: 公司营收及增速	7
图 11: 公司净利润及增速	7
图 12: 公司分产品营收占比	7
图 13: 公司销售毛利率及净利率	7
图 14: 徐工机械 2023 年首次及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核	8
图 15: 房屋新开工面积累计值 (亿平方米) 及同比	10
图 16: 房屋施工面积累计值 (亿平方米) 及同比	10
图 17: 房地产开发投资 (万亿元) 及同比	10
图 18: 100 大中城市住宅类成交土地数量及同比	10
图 19: 100 大中城市住宅类成交土地面积及同比	10
图 20: 100 大中城市成交土地总价及同比	11
图 21: 基础设施建设投资额及同比	11
图 22: 基础设施建设 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 投资额及同比	11
图 23: 月度项目开工投资额统计	12
图 24: 月度项目开工项目数 (宗) 统计	12
图 25: 国内挖掘机保有量 (万台)	13
图 26: 存活曲线	14
图 27: 国内挖掘机报废量与实际销量 (万台)	15
图 28: 22 年非道路移动机械 NOx 排放占比	16
图 29: 22 年工程机械分标准保有量占比	16
图 30: 22 年工程机械分标准 NO <sub>2</sub> 排放占比	16
图 31: 徐工机械高空作业平台发展历程	18
图 32: 美国/欧洲/中国高空作业设备保有量情况 (万台)	18
图 33: 美国/中国高空作业设备人均保有量 (2022 年)	18
图 34: 徐工高空作业设备营收(亿元)及同比 (右轴)	19
图 35: 高空作业设备占公司营收比例	19
图 36: 徐工矿机三大产品线	19
图 37: 徐工矿机业务营收(亿元)及同比 (右轴)	20
图 38: 矿机业务占公司营收比例	20
图 39: 23 年分地区工程机械销量占比	21
图 40: 国内挖机出口数 (万台) 及占比 (右轴)	21
图 41: 徐工海外业务营收(亿元)及同比 (右轴)	21
图 42: 海外业务占公司营收比例	21

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 工程机械部份产品分类	3
表 2: 全球工程机械龙头企业基本情况	6
表 3: 部分地区 24 年保障性住房建设 (筹集) 计划	9
表 4: 23 年主要工程机械产品保有量及同比	13

表 5: 非道路移动机械标准起始与截止时间 .....	16
表 6: 23 年分排放标准国内工程机械产品保有量 (万台) .....	17
表 7: 公司分业务情况 .....	23
表 8: 可比公司 PE 数据对比 .....	24
公司财务报表数据预测汇总 .....	26

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026